

## 中国市场策略

### 新型冠状病毒对市场和经济的影响

- ⊕ A股鼠年首个交易日，市场集中释放了长假休市以来积累的疫情恐慌和负面情绪，造成市场大幅调整。不过，多项政策组合出台维稳，一定程度上缓和了市场悲观预期与做空情绪。在单日剧烈调整后，市场出现技术性修复。然而，疫情前景预测的可靠性对市场底部，经济周期对市场趋势影响更大。
- ⊕ 疫情峰值的预测可靠性使市场见底。很多市场观察者指出，随着感染病例达到峰值，市场也同时见底并复苏。市场共识大都认为周一开盘后市场会快速寻底，然后走出类似于上述疫情时的行情。对此，我们认为共识对于疫情期间行情的思考不够充分。这次的新型冠状病毒的传染性强，潜伏期长，甚至出现无症状传染。这些情况，以及此次疫情初期控制不力使病源散落各地，都增加了疫情预测的难度，也减弱了疫情峰值预测的有效性。与其说非典时市场底部预见疫情峰值，还不如说疫情峰值的预测可靠性使市场见底。
- ⊕ 当年市场的上升得益于货币宽松使经济复苏，但当下的低利率环境将限制货币政策的发挥空间。非典和猪流感的疫情峰值也恰好在当时经济周期运行的底部。疫情爆发前，美联储为了应对02年和08年的美国经济状况已大幅降息。因此，到了03、09年经济周期已经开始复苏。疫情的爆发只能暂缓，但并不能改变经济周期的运行趋势。在美联储资产负债表已达美国GDP 20%、全球利率五千年最低的今天，我们对货币宽松的预期应有所收敛。与其说市场不惧疫情蔓延，还不如说当年市场的上升得益于货币宽松使经济复苏。
- ⊕ 疫情对于经济的影响是很明显的。春节期间，旅游、娱乐和餐饮行业均受到了很大的冲击。我们估计这些行业的减收在万亿级别。同时，因出行和工期的限制，工业产出等也将受到压抑。这些因素将拖累全年GDP增长约0.5%-1%，使1季度GDP增长约4.x，全年5.x。当然，我们也应对货币宽松有所预期。尽管疫情或导致春节期间物价上升压力，暂时限制了央行降息的空间，但存准可以继续下调。市场利率因避险的需求也应下降。这些因素，导致上证的交易区间在2500（最差）到2750（基准）之间（0.5%-1% GDP增长~cap rate）。这个交易区间预测和我们2019年11月11日在《展望2020：静水流深》里预测的交易区间基本一致。

#### 洪灏, CFA

hao.hong@bocomgroup.com  
(852) 3766 1802

研究部主管

#### 谭淳

karen.tan@bocomgroup.com  
(852) 3766 1825

#### 蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com  
(852) 3766 1805

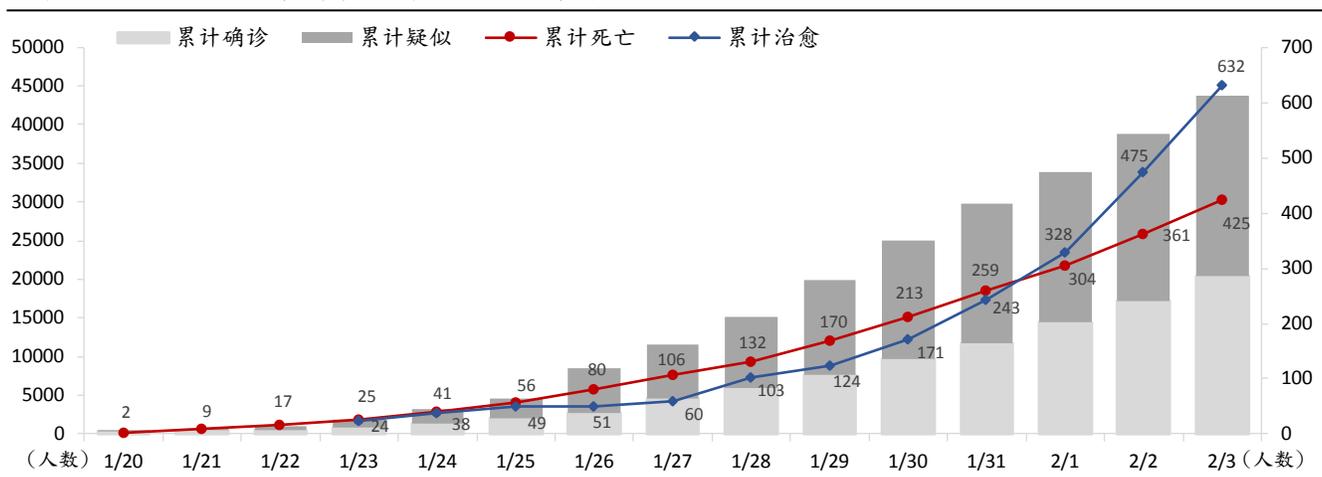
#### 彭非

fei.peng@bocomgroup.com  
(852) 3766 1804

## 中国市场策略

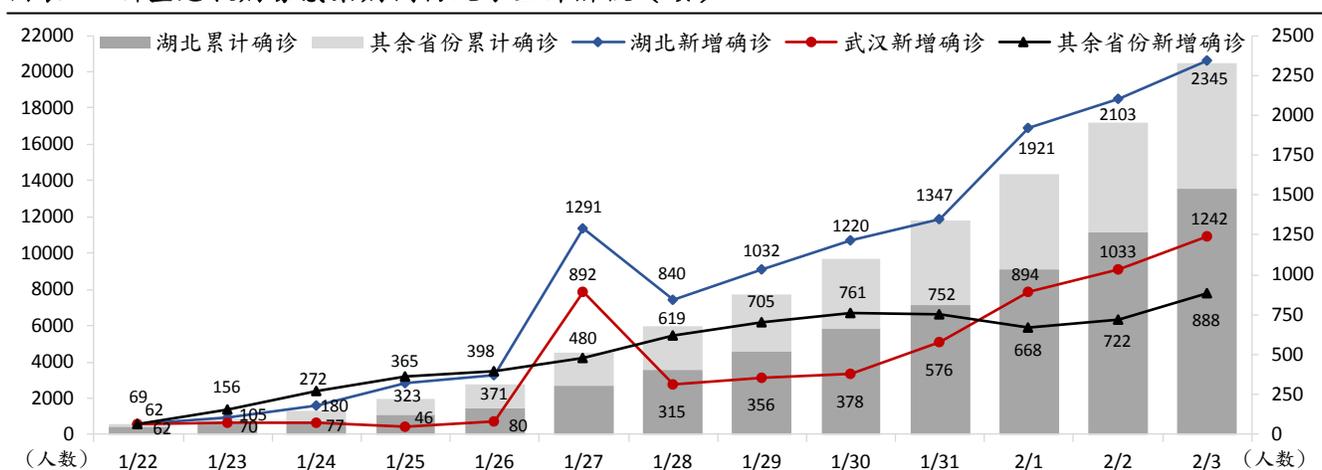
截至2月3日24时，中国内地已确诊20,438例新型冠状病毒肺炎，疑似病例总数上升至23,214例。数据显示新型冠状病毒感染病例仍处于上升阶段。但我们看到总治愈人数于2月1日超过总死亡人数，且治愈人数持续大幅增长。此外，核算提取方式改良后，检测时间最快已经缩短至2个小时，大幅提高确诊速度。而武汉火神山医院也于2月3日正式完工并开始收治确诊的新冠患者，雷神山医院也将于2月5日建成。如果这些进展持续，那么疫情的控制虽仍艰巨，但或已出现了一丝曙光。当然，随着春节后返城的人流开始上升，疫情控制的第二高峰期仍任重道远。

**图表 1: 新型冠状病毒感染病例仍处于上升阶段**



资料来源: 卫健委, 交银国际预测

**图表 2: 新型冠状病毒感染病例仍处于上升阶段 (续)**



资料来源: 卫健委, 交银国际预测

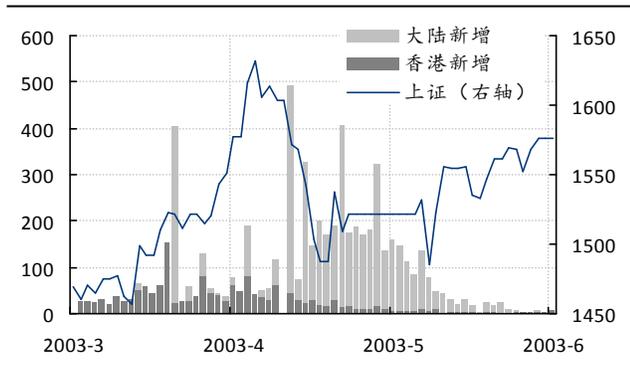
## 新冠病毒对市场和经济的影响

A 股鼠年首个交易日，市场集中释放了长假休市以来积累的疫情恐慌和负面情绪，造成市场大幅调整。上证综指重挫 7.7%，收于 2746 点，与我们预测的基准行情 2750 点基本一致。这是股市 1997 年以来最差的开盘，也是 15 年股灾以来表现最差的单天行情。不过，多项政策组合出台维稳，一定程度上缓和了市场悲观预期与做空情绪。在单日剧烈调整后，市场出现技术性修复。然而，疫情前景预测的可靠性对市场底部，经济周期对市场趋势影响更大。

很多市场观察者指出，在 2003 年非典（SARS）行情中，随着感染病例达到峰值，市场也同时见底并复苏。在其它的疫情感染期间，市场也有类似的表现。例如，2009 年美国的猪流感，感染病例和死亡人数远远超过了这次新型冠状病毒疫情，最终导致美国 CDC 因资源有限而放弃记录疫情数据。然而，当时市场在 2009 年 3 月见底，在四月猪流感疫情爆发回调，然后接着上涨。市场共识大都认为周一开盘后市场会快速寻底，然后走出类似于上述疫情时的行情。对此，我们认为共识对于疫情期间行情的思考不够充分。

对于疫情发展的认知是不断更新的。尤其在 03 年非典期间，有关部门认清事态，国际社会开始全程投入。03 年四月感染病例的峰值基本和当年春节期间的病例峰值相当。同时，非典病毒感染性是在病人有症状之后才开始爆发。这种特征使非典病例的可控性在认清病源之后更容易厘清传染路径，疫情峰值的预测也相对更有效。然而，这次的新型冠状病毒的传染性强，潜伏期长，甚至出现无症状传染。这些情况，以及此次疫情初期控制不力使病源散落各地，都增加了疫情预测的难度。与其说非典时市场底部预见疫情峰值，还不如说疫情峰值的预测可靠性使市场见底。

**图表 3: 疫情峰值的预测可靠性使市场见底（A 股）**



资料来源：世界卫生组织，万得，交银国际

**图表 4: 疫情峰值的预测可靠性使市场见底（港股）**



资料来源：世界卫生组织，万得，交银国际

同时，还需要看到非典和猪流感的疫情峰值也恰好在当时经济周期运行的底部。疫情爆发前，美联储为了应对 02 年和 08 年的美国经济状况已大幅降息。因此，到了 03、09 年经济周期已经开始复苏。疫情的爆发只能暂缓，但并不能改变经济周期的运行趋势。在美联储资产负债表已达美国 GDP 20%，全球利率五千年

## 中国市场策略

最低的今天，我们对货币宽松的预期应有所收敛。与其说市场无惧疫情蔓延，还不如说当年市场的上升得益于货币宽松使经济复苏。

我们还应该看到，在春节前A股市场的融资总额已经达到了2018年一月的水平——恰恰是2018年全球股市大熊市的时点。节前，A股基金经理的仓位也达到了近90%，周期股、创业板和小盘股都有过较好的表现。高杠杆、高仓位、高贝塔是风险偏好过于旺盛的显著特征。当周一市场有机会计入疫情最新进展对市场和经济的影响时，暴跌也将导致一些融资盘的平仓，和高贝塔的减持。因此，市场在暴跌之后是否能够马上反弹，存在着非常大的不确定性。

疫情对于经济的影响是很明显的。春节期间，旅游、娱乐和餐饮行业均受到了很大的冲击。我们估计这些行业的减收在万亿级别。同时，因出行和工期的限制，工业产出等也将受到压抑。这些因素将拖累全年GDP增长约0.5%-1%，使1季度GDP增长约4.x，全年5.x。当然，我们也应对货币宽松有所预期。尽管疫情或导致春节期间物价上升压力，暂时限制了央行降息的空间，但存准可以继续下调。市场利率因避险的需求也应下降。

疫情使得中国经济再度面临下行压力，每股盈利增速将注定下调，底部的预测也应下调。我们在2019年11月11日发表的《展望2020：静水流深》中预测未来12个月，上证综指的交易区间分布是2500-3500，底部很可能约为2700。在2016年6月6日的报告《市场见底：何时何地》中估算了上证综指的底部为2,450点。两年多以后，上证最终于2019年1月4日在2,440点见底。鉴于中国经济面临疫情的负面冲击后，增长放缓。这将导致上证的交易区间在2500（最差）到2750（基准）之间（0.5%-1% GDP增长~ cap rate）。这个交易区间预测和我们2019年11月11日在《展望2020：静水流深》里预测的交易区间基本一致。

## 新冠病毒对各行业的影响

疫情对于经济的影响显著。春节期间，餐饮旅游等服务业均受到了很大的冲击。我们估计这些行业的减收在万亿级别。此外，受隔离措施影响，包括科技、地产、物流、银行、保险等在内的板块都将受到冲击。

**银行业**方面，我们预期系统信贷更加宽松，净息差收缩加快。宽松的流动性有利于网贷公司稳定资金来源，但是借款需求可能会因借款者受疫情影响使收入变得不稳定所限制。小微企业及低收入个人是在疫情爆发下最受打击。我们预期银行的逾期率和线上贷款的违约率在1季度上升，后者可能会上升更快。对银行拨备和不良率的压力则取决于疫情持续时间。

**保险行业**方面，我们预计新冠肺炎将造成短期内赔付费用的上升，但由于保险覆盖尚不完善，赔付费用的升幅较为有限。疫情将直接影响代理人的增员和展业，对新单保费和新业务价值增长带来短期负面影响，但有助于强化居民的保障意识。疫情对于财险业务部分险种也有短期负面影响，但对车险影响较小。

**房地产行业**方面，我们预计疫情叠加高基数因素，20年上半年销售建筑面积同比下降超过10%，而下半年将取决于新型冠状病毒疫情的扩散速度、实际死亡率以及受控时间。我们认为估值变得便宜，但抄底为时尚早。病毒的持续扩散进一步打击销售氛围，而估值可能会继续压缩。当新增确诊病例数开始下降时，这将是一个更好的抄底时机。

## 中国市场策略

**互联网**方面，疫情爆发短期或影响外卖、教育行业财务数据，但加速新业务的渗透，如新零售、在线教育，同时利好互联网医疗、远程办公等新兴行业。短期看，OTA、电影行业受创最大，2020年OTA规模或降13-24%，2021年恢复增长可能性大，电影票房2020年或下降12%。受居家隔离影响，线上娱乐板块获利，长视频内容付费最受益。外卖、线下培训短期内或对财务影响大，但可能成为新增长阶段的催化剂，如无人配送、新零售等生鲜配送，以及在线教育的突破。

**科技**行业方面，由于供应链、物流的中断以及某些工厂的关闭时间超过预期，我们预计2月大中华地区智能手机供应链收入和组件出货量将持续疲软。疫情将导致经济活动放缓，影响中国设备的需求，并在短期内损害零部件订单。对于中国半导体板块，疫情可能会导致上半年铸造厂增长放缓，因为他们大多数的中国收入占50%以上。设备订单可能被延迟，将影响全球半导体设备行业。

**消费**行业无疑是疫情爆发下受灾最严重的板块之一。在春节假期间，国内大部分消费者都待在家里，不少商店也停业，严重影响可选消费，但因民众在家时间增加，必选消费品的需求增加。超市、必选消费品和外卖送餐服务的销售强劲。我们预计必选消费相对可选消费的估值溢价将会扩大。

**医药**行业方面，我们认为新冠病毒疫情虽带来短期股价压力，但大大刺激医疗用品需求，包括药品和医疗设备。制药公司将长远受益。此外，线上和线下医疗服务呈现协同效应。在湖北省医院超负荷的情况下，阿里健康、平安好医生等平台免费提供在线咨询，减轻线下医疗机构负担，展现了互联网医疗在公共教育、疾病预防、初步诊断和患者分流方面的巨大潜力。

**燃气**行业方面，新冠肺炎对工商业售气量有短期负面影响。我们预计将主要反映在2020年的零售天然气销售增长，因为农历新年假期延长导致工商业推迟复工，以及政府下令多个城市暂停交通。我们认为，疫情对天然气消费的影响现在应该受到季节性因素的缓冲。

**电力**行业方面，由于火电在整体中国电力供给中占比最高，我们预计其受新型冠状病毒的影响有限。预计工业用户的用电量在1季度受到低开工率的影响，5大发电集团的售电量也受到打击，售电毛差或将在短期内承压。市场对新冠肺炎的恐慌情绪在短期之内不会缓解，5大发电集团的股价仍将承压。

**新能源**行业方面，我们认为，当前疫情造成春节后复工延迟，会令我国电力需求短暂同比下降，但由于新能源发电具有优先上网的优势，因此全国绝大部分地区所受影响很小。湖北地区新能源装机量仅占全国约2.4%。1季度通常是我国新能源装机淡季，短暂延迟复工不会对我国今年装机产生明显影响。

**汽车**行业方面，我们预计供应链和物流的中断以及可能比预期更长的工厂停工将对20年1季度的车企销售产生负面影响。如果疫情在2季度汽车销售旺季之前未见舒缓，我们预计上半年盈利将减弱，而一旦疫情受控，下半年盈利可能会较强。我们预计，主要城市出行和外出活动的严格限制会降低经销商的进店人流和购买情绪，疫情可能导致上半年新车销售和售后收入增长疲软。

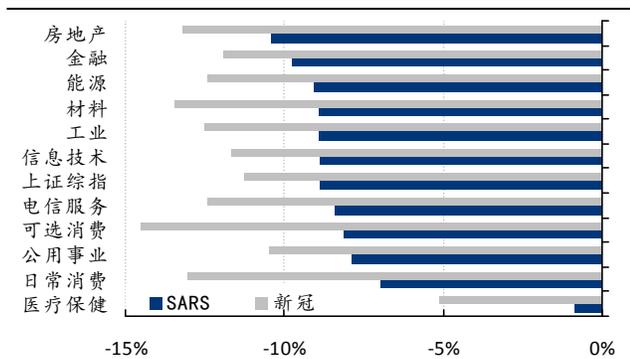
**物流**行业方面，我们认为由于假期延长以及工厂和物流运营缓慢，货运量增长可能显得疲软。**基建**方面，疫情可能导致建筑活动缓慢。此外，中国大陆对公路和铁路旅行的需求疲弱也可能在短期内拖累基础设施公司的新合同增长。我们预计新冠病毒将在2020年1季度拖累两个子行业的运营表现。

## 中国市场策略

**航运业**方面，我们预计新冠病毒会令传统淡季延长，并打击集运行业的市场气氛。考虑制造业生产和运输可能会中断2-3周，我们认为2020年1季度东西方主要贸易线的货运量或会下降。若3月初仍不能完全恢复生产，航运商将进一步调整运力。

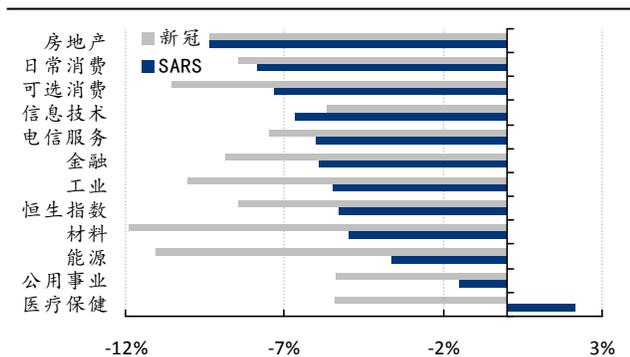
**航空业**方面，我们认为2003年以来全球航空业翻番，因此疫情对航空业的影响可能大大超过SARS。如果疫情在整个2月至3月间升级，中国的航运客运量每月可能会下降25%。我们预计2020年春节旅游旺季的总航空客运量将在6,300万-6,500万之间，同比下降约12%。20年1季度盈利影响有限；但是，我们认为病毒可能为整个行业提供有吸引力的短期机会。

图表 5: 疫情恐慌期中，行业表现 (A股)



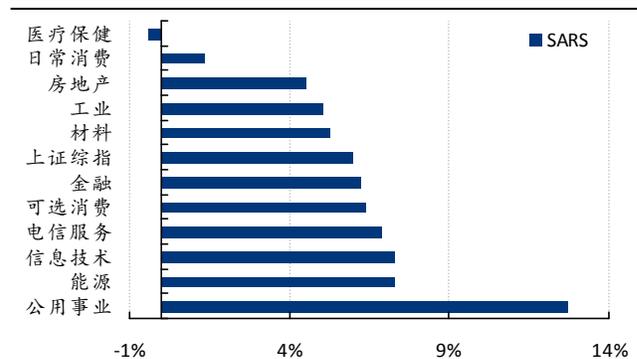
资料来源：万得，交银国际（新型冠状病毒恐慌期对应2020.1.20-2020.2.3，A股市场SARS恐慌期对应2003.4.16-2003.4.25。2003.4.15世界卫生组织将加拿大多伦多、越南河内、新加坡、台湾及疫情始发地区的中国广东、山西及香港列为疫区。）

图表 7: 疫情恐慌期中，行业表现 (港股)



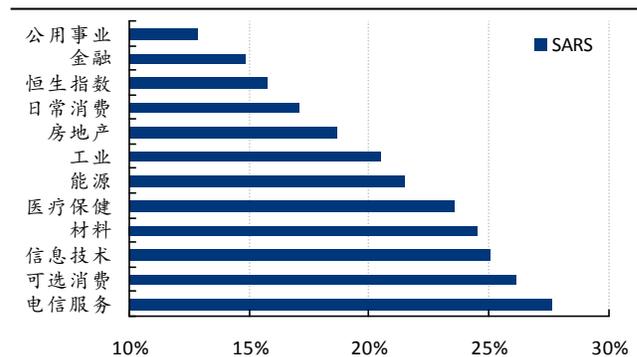
资料来源：万得，交银国际（新型冠状病毒恐慌期对应2020.1.20-2020.2.3，香港市场SARS恐慌期对应2003.3.13-2003.4.25。2003.3.12世界卫生组织就SARS疫情发出了全球警告）

图表 6: 疫情缓和、市场反弹中，行业表现 (A股)



资料来源：万得，交银国际（A股在SARS新增人数放缓后出现阶段性反弹，为考察股市低位反弹的表现，我们将2003.4.26-2003.6.2列为疫情缓和期）

图表 8: 疫情缓和、市场反弹中，行业表现 (港股)



资料来源：万得，交银国际（SARS缓和期为2003.4.26-2003.6.23。2003.6.23世界卫生组织将香港从疫区中除名。）

## 分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

## 有关商务关系之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、泸州市兴泸水务（集团）有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、安乐工程集团有限公司、浙江开元酒店管理股份有限公司、佳兆业物业集团有限公司、成都高速公路股份有限公司、中国科培教育集团有限公司、银城国际控股有限公司、太兴集团控股有限公司、申万宏源集团股份有限公司、德信中国控股有限公司、海天悦旅集团有限公司、海通恒信国际租赁股份有限公司、中国船舶（香港）航运租赁有限公司、嘉宏教育科技有限公司、上海康德莱企业发展集团股份有限公司、中汇集团控股有限公司、煜盛文化集团、鑫苑物业服务集团有限公司、新力控股（集团）有限公司、金川集团国际资源有限公司、中国天宝发展集团有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、华立大学集团有限公司、阿里巴巴集团控股有限公司、康宁杰瑞生物制药、保利物业发展股份有限公司、旷世控股有限公司、宏力医疗管理集团有限公司、上海建桥教育集团有限公司、中关村科技租赁股份有限公司、北京乐享互动网络科技股份有限公司、富石金融控股有限公司及卓悦控股有限公司有投资银行业务关系。

BOCOM International Global Investment Limited现持有东方证券股份有限公司的股本证券逾1%。

BOCOM International Global Investment Limited现持有光大证券股份有限公司的股本证券逾1%。

BOCOM International Global Investment Limited现持有国联证券股份有限公司的股本证券逾1%。

BOCOM International Global Investment Limited现持有国泰君安证券股份有限公司的股本证券逾1%。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递延延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

**交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。**